31. August 2018
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2018 WINNER
THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS 2017 WINNER

# InTiCa Systems AG

## Auch für anspruchsvolleres Umfeld gut aufgestellt

**Urteil:** Buy (unverändert) | **Kurs:** 7,00 Euro | **Kursziel:** 9,15 Euro

**Analyst:** Dipl.-Kfm. Holger Steffen
**sc-consult GmbH**, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com
**Internet:** www.sc-consult.com

# Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis ..... 2

Snapshot ..... 3

Executive Summary ..... 4

SWOT-Analyse ..... 5

Profil ..... 6

Markt und Strategie ..... 9

Zahlen ..... 14

Equity-Story ..... 18

DCF-Bewertung ..... 20

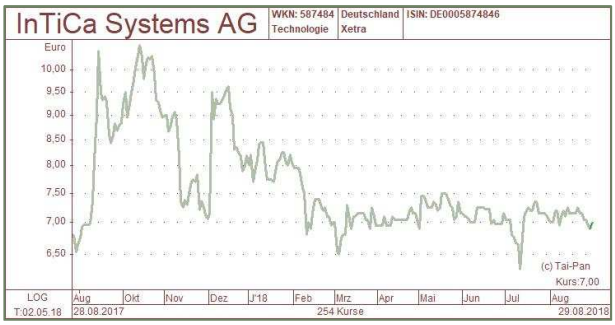
Fazit ..... 23

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose ..... 24

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen ..... 25

Impressum & Disclaimer ..... 26

# Snapshot




## Stammdaten

| | |
|---|---|
| **Sitz:** | Passau |
| **Branche:** | Automobiltechnologie |
| **Mitarbeiter:** | 625 |
| **Rechnungslegung:** | IFRS |
| | |
| **ISIN:** | DE0005874846 |
| **Kurs:** | 7,00 Euro |
| **Marktsegment:** | Prime Standard |
| **Aktienzahl:** | 4,29 Mio. Stück |
| **Market Cap:** | 30,0 Mio. Euro |
| **Enterprise Value:** | 52,1 Mio. Euro |
| **Free-Float:** | <45 % |
| **Kurs Hoch/Tief (12 M):** | 11,49 / 6,20 Euro |
| **Ø Umsatz (Xetra, 12 M):** | 19,9 Tsd. Euro |

## Kurzportrait

InTiCa Systems hat sich erfolgreich als Automobilzulieferer mit einem Schwerpunkt im Bereich der High-Tech-Induktivität positioniert. Dieser Geschäftsbereich erwirtschaftet aktuell mehr als drei Viertel des Konzernumsatzes und die Produkte werden in über 400 PKW-Modellen eingesetzt. Bereits mehr als 15 Prozent der Spartenerlöse werden mit Erzeugnissen für Elektro- und Hybridfahrzeuge erwirtschaftet. Da aktuell etwa 50 Prozent der neu gewonnenen Aufträge aus diesem Bereich stammen, dürfte der Anteil zukünftig deutlich zulegen. Im F&E-Bereich für die Elektromobilität bestehen zudem umfangreiche Synergien mit der kleineren Sparte Industrieelektronik, etwa hinsichtlich der Entwicklung von Lösungen für stationäre Batterie- und Ladestationen. Aktuell erzielt das Segment aber noch den Großteil seiner Erlöse mit Komponenten für Wechselrichter. Neben der Erschließung neuer Märkte hat sich InTiCa in den letzten Jahren auch bezüglich der Produktionsstandorte breiter aufgestellt und neben dem Stammwerk in Tschechien seit 2016 ein neues Werk in Mexiko aufgebaut. Demgegenüber ist die Konzernzentrale zusammen mit einem angebundenen Technologie- und Schulungszentraum in Passau angesiedelt.

| GJ-Ende: 31.12. | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Umsatz (Mio. Euro)** | 42,4 | 44,9 | 50,1 | 52,5 | 57,8 | 64,8 |
| **EBIT (Mio. Euro)** | 0,7 | 1,0 | 1,5 | 1,5 | 2,2 | 3,4 |
| **Jahresüberschuss** | 0,1 | 0,3 | 0,7 | 0,8 | 1,1 | 1,9 |
| **EpS** | 0,02 | 0,08 | 0,17 | 0,18 | 0,26 | 0,44 |
| **Dividende je Aktie** | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,09 |
| **Umsatzwachstum** | 4,8% | 5,9% | 11,5% | 4,9% | 10,0% | 12,0% |
| **Gewinnwachstum** | | 344,9% | 110,6% | 4,7% | 47,4% | 66,1% |
| **KUV** | 0,71 | 0,67 | 0,60 | 0,57 | 0,52 | 0,46 |
| **KGV** | 384,7 | 86,5 | 41,1 | 39,2 | 26,6 | 16,0 |
| **KCF** | 11,5 | 7,2 | 9,5 | 6,4 | 5,5 | 4,7 |
| **EV / EBIT** | 73,8 | 50,1 | 35,5 | 34,7 | 23,2 | 15,4 |
| **Dividendenrendite** | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,2% |

# Executive Summary

- **Wachstumsschwerpunkt E-Mobilität:** Mehr als drei Viertel der Erlöse erwirtschaftet InTiCa in der Sparte Automobiltechnologie, in der das Unternehmen aufbauend auf der Kernexpertise im Bereich der High-Tech-Induktivität Produkte wie etwa Fahr- und Zutrittsberechtigungssysteme anbietet. Etwa 15 Prozent der Spartenerlöse werden aber bereits mit spezifischen Produkten für Elektro- und Hybridfahrzeuge erwirtschaftet, die derzeit auch den Schwerpunkt der F&E-Aktivitäten bilden. Vervollständigt wird das Leistungsspektrum um die Sparte Industrieelektronik, in der derzeit überwiegend Komponenten für Wechselrichter produziert werden.

- **Neuer Standort in Mexiko:** Mit dem Aufbau eines neuen Produktionsstandorts in Mexiko hat das Unternehmen vor zwei Jahren die weitere Internationalisierung der Produktion angestoßen. Inzwischen laufen dort bereits zwei Produktionslinien, während eine dritte noch in diesem Jahr starten soll. Mit dieser dritten Produktlinie soll das Werk in die schwarzen Zahlen vorstoßen.

- **Zentrale Markttrends im Blick:** Mit der Internationalisierung der Produktion und dem Entwicklungsschwerpunkt im Bereich der Elektromobilität adressiert InTiCa zentrale Themen der Branche. Der Absatz von Elektro- und Hybridfahrzeugen hat sich in den letzten zwei Jahren weltweit auf 1,1 Mio. Stück verdoppelt und soll sich nach Einschätzung von Bloomberg bis 2025 auf 11 Mio. verzehnfachen. Gleichzeitig legen die OEMs einen steigenden Wert auf globalisierte Zulieferer, die in der Nähe der eigenen Werke produzieren. In den nächsten Jahren dürfte die Fertigung in Asien deswegen weiter an Gewicht gewinnen.

- **Hohes Wachstum:** Der kontinuierliche Ausbau des Geschäfts als Automobilzulieferer hat InTiCa in diesem Jahrzehnt zu einem Wachstum der Spartenerlöse von 21 Prozent p.a. verholfen. Investitionen in den Ausbau und die Modernisierung der Fertigung in Tschechien sowie der Aufbau des neuen Standorts in Mexiko haben die Marge in dem Segment aber zuletzt belastet. Das Management hat deswegen schon 2015 die kontinuierliche Optimierung der Produktion nach Lean-Prinzipien angestoßen und mit der Erhöhung der Konzern-EBIT-Marge von 1,7 Prozent in 2015 auf 2,9 Prozent im letzten Jahr erste Erfolge erzielt.

- **Aussichtsreiche Perspektiven:** Die Wachstumsstrategie von InTiCa wird durch einen deutlichen Anstieg des Auftragsbestands bestätigt, der Ende Juni mit 55,2 Mio. Euro um 15,5 Prozent über dem Vorjahreswert lag. Etwa die Hälfte der Neuaufträge werden im Bereich der Elektro- und Hybridfahrzeuge gewonnen. Von der hohen Dynamik im Bereich E-Mobilität profitiert nicht nur das Segment Automobiltechnologie, sondern auch die kleinere Sparte Industrieelektronik, für die sich im Markt für stationäre Batterie- und Ladestationen neue Potenziale ergeben könnten.

- **Zunehmende Dynamik:** Auf Basis des im Trend der letzten zwei Jahre deutlich steigenden Auftragsbestands und der adressierten Wachstumsmärkte gehen wir für die nächsten Jahre trotz der Risiken aus einer insgesamt schwierigeren Branchenentwicklung von einer noch zunehmenden Dynamik aus, die in Verbindung mit weiteren Optimierungen und Skaleneffekten eine deutliche Profitabilitätssteigerung ermöglichen sollte. Wir haben das in unserem Modell abgebildet und sehen den fairen Wert nun bei 9,15 Euro je Aktie (zuvor: 9,60 Euro), unser Urteil lautet unverändert „Buy“.

# SWOT-Analyse

## Stärken

- Das Unternehmen hat sich als Zulieferer im Automobilgeschäft fest etabliert und kann in diesem Bereich seit Jahren hohe Wachstumsraten vorweisen.
- Die Kernkompetenz High-Tech-Induktivität ist für zahlreiche Absatzbranchen nutzbar.
- Im Automobilgeschäft erhält das Unternehmen Aufträge mit langen Laufzeiten, was die Planbarkeit des Geschäfts stärkt.
- Mit Innovationen erschließt sich InTiCa kontinuierlich weitere Anwendungsbereiche in den Zielmärkten und diversifiziert damit den Absatz.
- Mit einer Kapazitätserweiterung in Tschechien und einem neuen Werk in Mexiko wurde die Basis für die weitere Expansion geschaffen.

## Schwächen

- Der Bereich Industrieelektronik ist noch relativ abhängig von den Absatzzahlen der Photovoltaikindustrie und von einem Großkunden.
- Investitionen in die Produktionskapazitäten, u.a. in Mexiko, haben die Marge im Segment Automobiltechnologie zuletzt belastet. Die Rendite auf Konzernebene ist insgesamt noch relativ niedrig.
- Schwankende Abrufzahlen aus langfristigen Verträgen sorgen für eine erhöhte Volatilität.
- Das Unternehmen verfügt nur über geringe Liquiditätsreserven und finanziert das Wachstum mit zusätzlichem Fremdkapital.
- Von den OEMs geht im Automobilgeschäft ein hoher Preisdruck aus.

## Chancen

- Das neue Werk in Mexiko bietet zusätzliches Wachstumspotenzial. Mit dem Start der dritten Fertigungslinie soll dort der Breakeven gelingen.
- Der 2015 eingeleitete Prozess zur Steigerung der Produktionseffizienz („Lean Manufacturing“) ist auf einem guten Weg und verspricht kontinuierliche Margensteigerungen.
- Der im Trend deutlich steigende Auftragsbestand verspricht eine dynamische Entwicklung in den nächsten Jahren.
- InTiCa ist aussichtsreich positioniert, um insbesondere am absehbaren Marktwachstum im Bereich der Hybrid- und Elektrofahrzeuge zu partizipieren.
- Weiteres Potenzial bietet die synergetische Expansion im Bereich Speichertechnik und Energiemanagement.
- Die erfolgreiche Etablierung eines neuen Standorts liefert die Blaupause für eine weitere Internationalisierung in Richtung Asien.

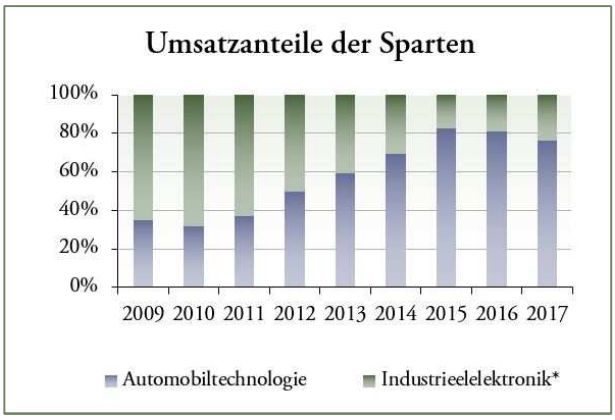
## Risiken

- Der dritte Serienstart in Mexiko könnte sich weiter verschieben. Schon jetzt plant das Unternehmen in 2018 nur noch mit Konzernresultaten am unteren Ende der kommunizierten Spannbreiten.
- Politische Eingriffe in den Photovoltaikmarkt könnten im Bereich Industrieelektronik für einen neuen Rückschlag sorgen.
- Die deutsche Automobilindustrie befindet sich u.a. wegen des Dieselskandals, neuer Abgasvorschriften, des technologischen Wandels der Branche und protektionistischer Maßnahmen in schwierigerem Fahrwasser, hier droht aktuell Gegenwind.
- Das Management des Wachstums und der Internationalisierung sind anspruchsvoll. Die Komplexität ist gestiegen und im Einkauf sowie in der Mitarbeiterakquise drohen Engpässe.
- Die aktuell hohen Investitionen werden von InTiCa komplett fremdfinanziert. Im Falle von operativen Rückschlägen müsste das Unternehmen zur Sicherung der Liquidität möglicherweise zusätzliches Eigenkapital aufnehmen.

# Profil

## Sparte Automobiltechnologie dominiert

Innerhalb einer Dekade hat sich die im Jahr 2000 gegründete Gesellschaft InTiCa Systems von einem Kommunikationstechnikanbieter (insb. DSL-Splitter) zu einem etablierten Automobilzulieferer mit hoher technologischer Kompetenz weiterentwickelt. Der mittlerweile dominierende Geschäftsbereich erwirtschaftete in der letzten Finanzperiode 38,1 Mio. Euro und damit 76,2 Prozent der Konzernerlöse. Das ehemalige Kerngeschäft Kommunikationstechnologie ist nur noch ein kleiner Bereich der Sparte Industrieelektronik, deren Umsatz im Jahr 2017 bei 11,9 Mio. Euro (Anteil 23,8 Prozent) gelegen hat.




** inkl. Kommunikationstechnik; Quelle: Unternehmen*

## Kernkompetenz High-Tech-Induktivität

Das Unternehmen verfügt in Bezug auf die Produktion von Fahrzeugkomponenten und -systemen über eine langjährige und vielfältige Prozessexpertise, dazu zählen beispielsweise der Kunststoffspritzguss, die Verbindungstechnik, die Vergusstechnik und die Prüf- und Messtechnik. Das Herzstück der Unternehmenskompetenz liegt aber im Bereich der Wickeltechnologie. InTiCa entwickelt innovative Einsatzmöglichkeiten für Spulen, die durch das Zusammenspiel von Magnetismus und Spannungserzeugung beispielsweise eine kontaktlose Übertragung von Signalen ermöglichen.

## Automobiltechnologie: Produkte in über 400 Modellen

Auf dieser Basis stellen induktive Bauelemente und Baugruppen die Hauptprodukte der Sparte Automobiltechnologie dar. Gestartet wurde die Serienproduktion zunächst für Fahr- und Zutrittsberechtigungssysteme (Antennen- und Transpondertechnik) sowie für Sicherheitstechnik (Reifendruck-Kontrollsysteme) und Filteranwendungen. Diese Produkte stellen auch heute noch den Schwerpunkt der Aktivitäten dar und werden mittlerweile von mehr als 20 Automobilproduzenten in über 400 Modellen genutzt. InTiCa liefert vor allem an große Systemlieferanten, zu deren Kunden OEMs wie Mercedes, BMW, VW, Audi und Porsche zählen, und schließt in der Regel Verträge mit einer Laufzeit von fünf bis acht Jahren ab. Die Grafik auf der nächsten Seite zeigt einen Überblick der wichtigsten Erzeugnisse im Bereich der Automobiltechnologie.

## F&E für neue Produkte

Die Forschung und Entwicklung des Unternehmens richtet sich an den Bedürfnissen der Kunden aus, überwiegend werden dabei spezifische Anforderungen an neue Produkte im Vorfeld einer Beauftragung für die Serienfertigung umgesetzt. Im letzten Jahr hat InTiCa für diese Aktivitäten insgesamt 2,8 Mio. Euro bzw. 5,7 Prozent der Erlöse aufgewendet. Davon wurden knapp 46 Prozent als Eigenleistungen aktiviert und der Rest direkt aufwandswirksam erfasst. Ein wesentlicher Fokus liegt derzeit auf neuen Erzeugnissen für Hybrid- und Elektrofahrzeuge, wie beispielsweise Stator-Systemen für den Antriebsstrang (Statoren sind Elektromagnete) oder Planartransformatoren für das Batteriemanagement (das sind Bauteile zur Spannungswandlung). Zu den Schwerpunkten der Entwicklungstätigkeit zählt darüber hinaus die Filtertechnologie. Die Elektromagnetische Verträglichkeit (EMV) wird immer dann ein wichtigstes Thema, wenn sich die Aktivitäten von Energiequellen und -verbrauchern gegenseitig stören können. Um das zu

*Quelle: Unternehmen*

verhindern, werden elektromagnetische Filter eingesetzt, was aufgrund der weiter zunehmenden Elektrifizierung von Automobilen von großer Bedeutung ist.

## Stark positioniert in Wachstumsfeldern

Diese Vorgehensweise hat die Produktpalette von InTiCa für Elektro- und Hybridfahrzeuge sukzessive anwachsen lassen, das Unternehmen agiert inzwischen in zahlreichen Bereichen (siehe Abbildung rechts) als Entwicklungs- und Produktionspartner. Derzeit werden mit den Erzeugnissen etwa 15 Prozent der Erlöse der Sparte Automobiltechnologie erwirtschaftet, doch ein deutlicher Anstieg ist absehbar. Denn aktuell liegt in diesem Bereich nicht nur der Schwerpunkt der F&E-Aktivitäten, sondern es entfallen auf ihn bereits ca. 50 Prozent der neu gewonnen Aufträge. Als weitere Wachstumsfelder sieht das Management das autonome Fahren sowie die Digitalisierung und Vernetzung von Fahrzeugen. An diesen globalen Entwicklungen kann InTiCa ebenfalls partizipieren, da sie Bedarf für weitere EMV-Filteranwendungen schaffen. In diesem Bereich bietet das Unternehmen bereits erste Produkte an und arbeitet an weiteren Neuentwicklungen.

- Antriebswechselrichter
- Spannungswandler
- Nebenaggregat-Wechselrichter
- Modulare Leistungssteuerung
- Fahrzeugintegriertes Batterieladeeinheit
- Hochleistungs-Stromverteiler

*Bereiche im Markt für Elektro- und Hybridfahrzeuge, in denen InTiCa als Entwicklungs- und Produktionspartner agiert; Quelle: Unternehmen*

## Zweites Standbein: Industrieelektronik

Als weiterer Schwerpunkt wurde im letzten Jahrzehnt der Bereich Industrieelektronik aufgebaut. Mit Pro-

dukten wie mechatronischen Baugruppen, Filter- und Entstörkomponenten oder Speicherdrosseln adressiert diese Sparte bislang überwiegend die Photovoltaikindustrie, die diese Komponenten in Wechselrichtern verbaut. Mit zahlreichen Neuentwicklungen wurde aber in den letzten Jahren die Ausrichtung des Segments diversifiziert. Mittlerweile zählen Spannungswandler für Schweißgeräte ebenso zur Produktpalette wie Aktorspulen zur Stromverbrauchsreduzierung in Industrie- und Haushaltsgeräten.

## Hohe Synergien

Die Bereiche Automobiltechnologie und Industrieelektronik sind längst nicht mehr so trennscharf zu unterscheiden, wie das in früheren Jahren der Fall war, als die kleinere Sparte fast ausschließlich die Photovoltaikindustrie mit Wechselrichterkomponenten beliefert hat. Die Entwicklung neuer Produkte profitiert stattdessen vom Know-how in beiden Feldern, so dass erhebliche Synergien realisiert werden können. Ein gutes Beispiel für die bestehenden engen Verbindungen sind stationäre Batterie- und Ladestationen, die eigentlich dem kleineren Geschäftsfeld zuzuordnen sind, aber in enger Verbindung zur Entwicklung der Elektromobilität stehen. InTiCa bietet hier u.a. Filterlösungen für den störungsfreien Betrieb an und profitiert von der großen Erfahrung, die im Kerngeschäft mit diesen Produkten gesammelt werden konnte.

## Zentrale in Passau, Fertigung im Ausland

Die Entwicklungsabteilung ist am Stammsitz in Passau angesiedelt, in der dortigen Unternehmenszentrale arbeiten aktuell insgesamt 94 Mitarbeiter respektive knapp 15 Prozent der Gesamtbelegschaft (Stand 30.06.18). Darin enthalten sind auch die zwölf Mitarbeiter des Technologie- und Schulungszentrums, das im Jahr 2015 in direkter Nachbarschaft in Betrieb genommen wurde und einen wichtigen Baustein der Expansionsstrategie darstellt. InTiCa kann hier neue Fertigungstechnologien und Produktanläufe testen sowie Anlagen für die Herstellung vorbereiten, ohne in die bestehende Serienproduktion in Tschechien eingreifen zu müssen. Die dortige Produktionsstätte ist mit zuletzt 490 Mitarbeitern das operative Zentrum der Gesellschaft. Einen weiteren großen Schritt zur Internationalisierung der Produktion hat das Unternehmen im Jahr 2016 mit der Eröffnung eines neuen Werks in Mexiko vollzogen, in dem Ende Juni bereits 41 Mitarbeiter beschäftigt wurden. Dafür hat das Management einen Produktionsstandort ausgewählt, in dessen näherem Umfeld alle wichtigen Kunden angesiedelt sind. Noch im Jahr der Inbetriebnahme konnte die Fertigung in Kleinserie gestartet werden, mittlerweile sind zwei Produktionslinien für verschiedene Kunden in Betrieb. Der Start einer dritten, großvolumigen Serie hat sich etwas verschoben und ist nun bis zum Jahresende geplant.

| Aktionär | Anteil |
|---|---|
| Thorsten Wagner | >25% |
| Dr. Dr. Axel Diekmann | >25% |
| Tom Hiss | >5% |
| InTiCa Systems AG | 1,5% |
| Organmitglieder | <1% |
| Freefloat (<3%) | <45% |

*Quelle: Unternehmen*

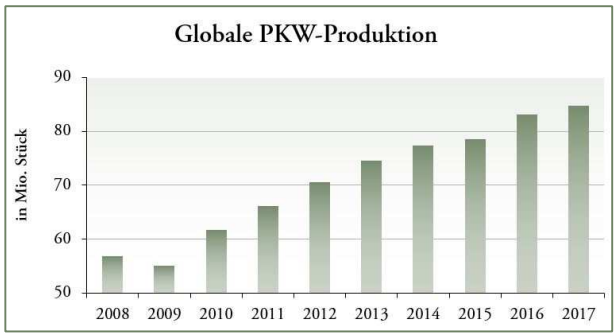
## Zwei Großaktionäre

Insgesamt beschäftigte der Konzern per Ende Juni 625 Mitarbeiter. An der Spitze steht weiterhin ein zweiköpfiger Vorstand: Dr. Gregor Wasle fungiert seit Anfang 2015 als Vorstandssprecher, der u.a. die Ressorts Strategie, Finanzen, Personal, IT und Produktion betreut. Zum Kompetenzbereich des langjährigen Vorstands Günther Kneidinger zählen hingegen Vertrieb, F&E, Materialwirtschaft und Qualitätswesen. Vorstand und auch der Aufsichtsrat halten nur kleine Aktienpakete, InTiCa hat aber zwei Ankeraktionäre mit Anteilen von jeweils mehr als 25 Prozent (siehe Tabelle).

# Markt und Strategie

## Lange Wachstumsphase

Die mit Abstand wichtigste Zielbranche für InTiCa Systems, die Automobilindustrie, befindet sich inzwischen seit acht Jahren auf einem dynamischen Wachstumspfad. Während sich für das laufende Jahrzehnt eine durchschnittliche Output-Steigerung von 4,6 Prozent errechnet, lag der Zuwachs im letzten Jahr isoliert betrachtet nur bei 2 Prozent. Die Abkühlung zum Vorjahr (5,8 Prozent) war vor allem auf auslaufende Steueranreize für den Autokauf in China zurückzuführen, was das Produktionswachstum der Hersteller im Reich der Mitte auf 2,2 Prozent begrenzte, nach 18,4 Prozent in der Vorperiode. In den US-Zahlen zeigten sich hingegen mit einem Minus von 8,6 Prozent die Auswirkungen einer temporären Sättigung der Nachfrage. Ansonsten stand das Produktionswachstum auf einer breiten Basis. Für Japan konnte eine deutliche Steigerung von 6,0 Prozent vermeldet werden, und auch Europa legte um 2,9 Prozent zu. Deutschland zählte dabei mit einem Rückgang von 1,8 Prozent zu den Underperformern (Datenquelle: VDA).




*Quelle: VDA*

## Markt legt weiter zu

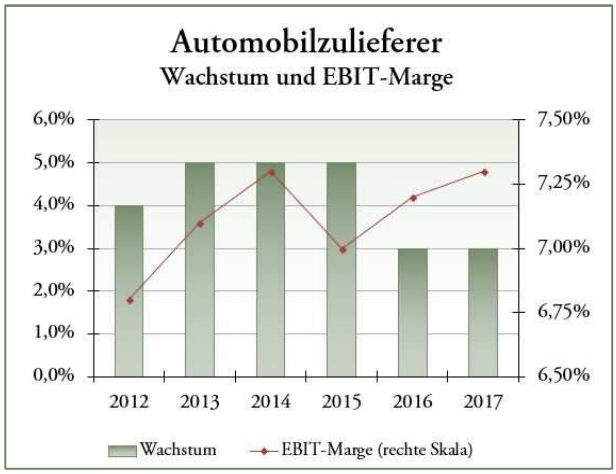
Für das laufende Jahr erwartet der deutsche Verband der Automobilindustrie ein weiteres Wachstum des globalen Automobilabsatzes um ca. 2 Prozent. Die vorliegenden Daten zu den Neuzulassungen in den ersten sieben Monaten stützen diese Prognose. Zwischen Januar und Juli präsentierten sich vor allem der russische und der indische Markt mit Zuwächsen von 17,0 und 10,6 Prozent sehr dynamisch, aber auch die Entwicklung in China (+4,0 Prozent) und Westeuropa (+2,9 Prozent) war robust. Demgegenüber gab es im US-PKW-Geschäft mit -12 Prozent einen deutlichen Rückgang und in Japan mit -1,6 Prozent eine leichte Kontraktion.

## Mehrere Problemfaktoren

Nach Einschätzung des VDA stehen auch die deutschen Automobilproduzenten vor weiteren Zuwächsen, der Verband rechnet mit einer Steigerung des weltweiten Outputs um 1 Prozent auf 16,7 Mio. Stück. Trotzdem sind die Anbieter derzeit mit anspruchsvollen Herausforderungen konfrontiert. Die Nachwirkungen der Probleme mit der Abgasnachbehandlung bei Dieselmotoren sind weiterhin spürbar und haben u.a. zu einem deutlich niedrigen Anteil dieser Antriebsart an den Neuzulassungen in Deutschland geführt. Um die Einschätzung der Emissionen auf Basis realistischerer Messwerte vornehmen zu können, wurde am 1. September 2017 das neue Prüfverfahren WLTP (Worldwide Harmonized Light Vehicle Test Procedure) eingeführt, das seitdem in der EU für die Typzulassung verpflichtend ist. Seit Anfang September 2018 müssen nun alle neu zugelassenen Fahrzeuge das Procedere durchlaufen, was bei einigen Herstellern wie etwa VW zu Verzögerungen in der Auslieferung führt. Ein weiterer Unsicherheitsfaktor resultiert aus der protektionistischen amerikanischen Handelspolitik, die bereits zur Einführung umfangreicher Strafzölle zwischen den USA und China geführt hat, wovon auch der Automobilhandel zwischen den Ländern betroffen ist. Die von der Regierung Trump angedrohten Strafzölle auf PKW-Importe aus Europa in die Vereinigten Staaten werden hingegen vorerst nicht realisiert, nachdem sich die US-Administration mit der EU-Kommission Ende Juli auf umfangreiche Verhandlungen zum Abbau von Handelsschranken und den Verzicht auf Strafmaßnahmen in dieser Zeit verständigt haben.

## Das Jahr der Gewinnwarnungen

Die Probleme und die Ungewissheit über die weiteren Perspektiven hinterlassen bereits Spuren in der Geschäftsentwicklung der deutschen Automobilindustrie. Daimler hat im Juni bekannt gegeben, dass der operative Gewinn im laufenden Jahr nicht moderat steigen, sondern leicht fallen dürfte, und als Grund dafür u.a. die Zölle, den neuen Abgastest und Kosten für den Rückruf von Dieselfahrzeugen angeführt. Kurz darauf folgte der Zulieferer ElringKlinger, der seine Margenerwartungen insbesondere auch aufgrund höherer Rohstoffkosten deutlich reduzieren musste. Gleich zwei Gewinnwarnungen kamen in diesem Jahr bislang von dem Spezialisten für Leuchtmittel und -systeme, Osram, sowie vom DAX-Konzern Continental, wobei dabei ebenfalls die angeführten Branchenprobleme – in unterschiedlicher Gewichtung – eine Rolle spielten. Insbesondere Continental hat aber auch auf steigende Kosten verwiesen, die aus der Umstellung im Antriebsbereich auf Elektro- und Hybridsysteme resultieren.




*Quelle: Roland Berger / Lazard: Global Automotive Supplier Study 2018)*

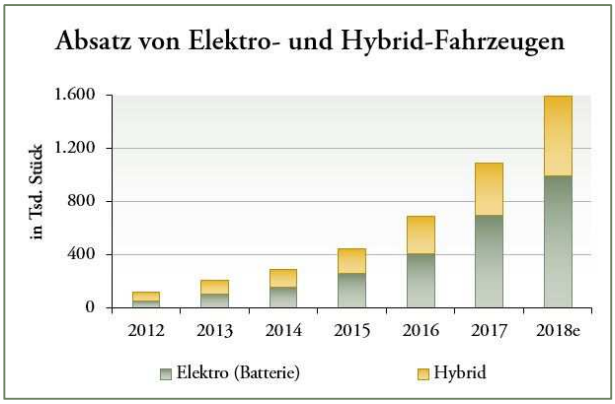
## Nachfrage intakt

Die hohen Entwicklungskosten von Continental sind im diesem Fall aber auch ein Effekt eines weiter deutlich steigenden Auftragseingangs, und auch ElringKlinger kämpft in Teilbereichen eher mit einer zu starken Nachfrage. Daher sind die Gewinnwarnungen zwar ein Indiz dafür, dass die Margen der Automobilzulieferer in diesem Jahr etwas unter Druck stehen, den positiven Gesamttrend stellt das aber nicht zwingend in Frage. Im letzten Jahr hatten die Unternehmen aus dem Sektor nach Berechnungen von Roland Berger und Lazard den weltweiten Umsatz um ca. 3 bis 3,5 Prozent gesteigert, und die EBIT-Marge dürfte mit 7,3 Prozent auf den höchsten Wert in diesem Jahrzehnt gestiegen sein (der 2014 schon einmal erreicht wurde). Das stellte aber nur einen Zuwachs um 0,1 Prozentpunkt zum Vorjahr dar, und die Schwankungsbreite in den letzten Jahren war ohnehin eher gering (siehe Grafik). Innerhalb der Branche variieren die Renditen allerdings deutlich: Große Konzerne mit einem Umsatz von mehr als 10 Mrd. Euro erwirtschaften aktuell durchschnittliche Margen von 7,5 Prozent, während kleiner Anbieter unterhalb von 500 Mio. Euro nur auf ca. 5,5 Prozent kommen. Über den ganzen Sektor hinweg erzielen Unternehmen mit einem Schwerpunkt auf Produktinnovationen eine 0,5 Prozentpunkte bessere Marge als Prozessspezialisten. Für das laufende Jahr hatten Roland Berger und Lazard in ihrer Studie vom letzten Dezember ein fortgesetztes, aber niedrigeres Wachstum der Branche als in 2017 bei einer in etwa stabilen EBIT-Marge prognostiziert (Quelle: Global Automotive Supplier Study 2018), wobei letzteres angesichts der jüngsten Entwicklung nun etwas zu optimistisch sein könnte.

## Energieversorgung im Fokus

Insgesamt bringt die jüngste Entwicklung auch zum Ausdruck, dass sich die Branche in einem großen Transformationsprozess befindet, in dessen Rahmen sich die Schlüsselthemen der Industrie in kurzer Zeit stark gewandelt haben. Gemäß einer Umfrage von KPMG unter Führungskräften der Automobilindustrie (Global Automotive Excecutive Survey 2018) wurden für die mittelfristigen Perspektiven der Branche vor einigen Jahren noch das Marktwachstum in den Emerging Markets und die Weiterentwicklung der Motoren mit fossilen Brennstoffen als entscheidend eingestuft. Diese beiden Aspekte rangieren aktuell nur noch in der Mitte resp. sogar am unteren Ende der Top-10. Im letzten Jahr waren erstmals batteriebetriebene Fahrzeuge das Top-Thema, gefolgt von Vernetzung und Digitalisierung der Automobile. Doch es bestehen Zweifel, ob Batterien die zentrale Lösung der künftigen Energieversorgung darstellen, u.a. wegen

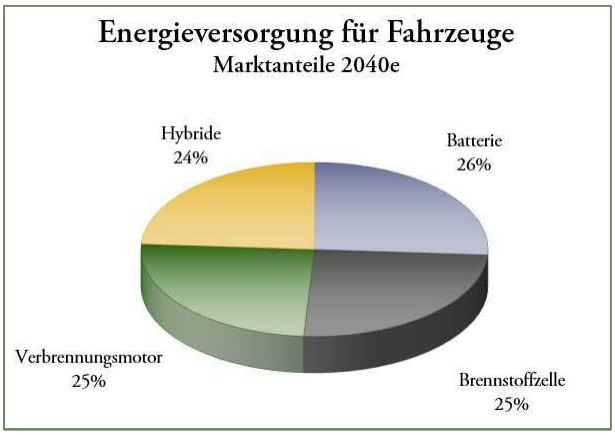
der teuren Batterietechnik, der Notwendigkeit zur Bereitstellung einer flächendeckenden Infrastruktur für das Aufladen von Batterien und den langen Standzeiten beim Ladeprozess. In der aktuellsten Umfrage ist das Thema daher wieder auf Platz drei zurückgefallen, an der Spitze des Rankings steht nun die Stromerzeugung für die Elektromobilität auf Basis von Brennstoffzellen. Und das, obwohl sich die Technologie trotz intensiver Entwicklungsbemühungen in der Vergangenheit immer noch in einem relativ frühen Stadium befindet.




*Quelle: Bloomberg New Energy Finance – Electric Vehicle Outlook 2018*

## E-Mobilität startet durch

Dass die Topmanager Themen rund um die Elektromobilität auf Platz eins (Brennstoffzelle), drei (Batterie) und vier (Hybrid) der wichtigsten Branchentrends setzen, verdeutlicht, dass es sich dabei um den zentralen Entwicklungsstrang der gesamten Industrie handelt. Zwar sind die Verkaufszahlen von Fahrzeugen, die zumindest teilweise mit einem Elektroantrieb ausgestattet sind, noch gering, aber die Dynamik hat in den letzten Jahren deutlich zugenommen. So hat sich der weltweite Absatz von 2015 bis 2017 auf zuletzt 1,1 Mio. Stück mehr als verdoppelt. Das ist ein Resultat der politischen Förderung, insbesondere in China, wo in einigen Großstädten der Kauf von Fahrzeugen mit Verbrennungsmotoren bereits engen Restriktionen unterliegt, sowie von Entwicklungsfortschritten. Insbesondere die Batteriekosten konnten inzwischen deutlich gesenkt werden, Bloomberg konstatiert eine Absenkung von durchschnittlich 1.000 US-Dollar pro kWh Anfang dieses Jahrzehnts auf nur noch 209 US-Dollar pro kWh Ende letzten Jahres. Für die laufende Periode erwarten die Marktspezialisten des Finanzdienstleisters angesichts des positiven Trends einen weiteren Anstieg des Verkaufsvolumens auf 1,6 Mio. Stück (Quelle für diesen Absatz: Bloomberg New Energy Finance – Electric Vehicle Outlook 2018).




*Quelle: KPMG – Global Automotive Excecutive Survey 2018*

## Vielfalt nimmt zu

Für 2019 dürfte eine Regeländerung in China für weiteren Rückenwind sorgen. Diese sieht vor, dass die Hersteller einen Anteil von Elektroautomobilen (oder anderen alternativen Antrieben) von 10 Prozent der Produktion und des Absatzes vorweisen müssen, andernfalls drohen Strafzahlungen. Die Botschaft ist bei den OEMs angekommen. Waren Ende letzten Jahres noch 155 Modelle verfügbar, so soll deren Zahl bis 2022 auf 289 steigen (Quelle: Bloomberg). Allein die deutschen Produzenten wollen schon 2020 etwa 100 Modelle anbieten (Quelle: VDA). Dank der größeren Vielfalt, Kostensenkungen und politischer Unterstützung erwartet Bloomberg einen Anstieg der Verkaufszahlen auf 11 Mio. in 2025 und 30 Mio. in 2030. Im Moment teilt sich der Markt auf batteriebetriebene Fahrzeuge und Hybride auf, mittelfristig dürfte die Brennstoffzelle ebenfalls eine wichtige Rolle spielen. Für das Jahr 2040 erwarten die Topmanager der Automobilindustrie in etwa gleiche Anteile der verschiedenen Optionen zur Energieerzeugung (siehe Grafik, Quelle: Global Automotive Excecutive Survey 2018).

## Globalisierung ist Pflicht

Nicht nur in Bezug auf die Technologie steht die Branche damit vor einer Umwälzung, auch die regionale Verteilung der Fertigung wird sich deutlich verändern. Mit 19,5 Mio. Stück entfiel im letzten Jahr noch rund 18 Prozent der weltweiten Automobilproduktion auf EU-Staaten. Die Bedeutung Westeuropas wird aber voraussichtlich deutlich abnehmen, dessen Anteil sehen drei Viertel der Topmanager im Jahr 2030 bei weniger als 5 Prozent (Global Automotive Excecutive Survey 2018). Automobilzulieferer müssen daher nicht nur ihre Produktpalette anpassen, insbesondere wenn der Schwerpunkt bislang im Bereich der Verbrennungsmotoren liegt, sondern den OEMs mit ihrer Fertigung in weitere Regionen folgen. Einer aktuellen Studie zufolge dürfte sich der Kapazitätsaufbau vor allem auf die Schwellenländer und insbesondere auf China und weitere asiatische Länder konzentrieren (Oliver Wyman, VDA: „Future Automotive Industry Structure – FAST 2030“).

## Gut positioniert

InTiCa Systems befindet sich in einer guten Position, um von der Branchenevolution zu profitieren. Kernprodukte wie Fahr- und Zutrittsberechtigungssysteme sind vom Wandel bei den Antriebssystemen nicht betroffen, während andere Erzeugnisse aus dem Sortiment gerade für Elektroautos stark nachgefragt werden. So konnten unter anderem bereits Serienaufträge für Statoren (die in den Elektromotoren von Hybridfahrzeugen eingesetzt werden) sowie Aktoren für Einspritzsysteme akquiriert werden. Darüber hinaus werden EMV-Filter, Trafos und Drosseln in der Leistungselektronik genutzt. InTiCa setzt dabei darauf, sich im Entwicklungsprozess möglichst frühzeitig einzubringen und immer größere Teile der Wertschöpfung zu übernehmen. Damit wird eine Strategie fortgesetzt, mit der in den letzten Jahren bereits signifikante Erfolge erzielt werden konnten. Nachdem in der Startphase des Geschäftsbereichs Automobiltechnologie lediglich Komponenten geliefert wurden, erfolgte im nächsten Schritt eine Ausweitung auf Subsysteme. Mittlerweile hat sich das Unternehmen als Entwicklungspartner etabliert, was die Kundenbindung stärkt und das Margenpotenzial erhöht. Diese Erfahrung in Verbindung mit der aufgebauten Produktpalette und dem bereits generierten Know-how im Bereich der Elektromobilität macht InTiCa zu einem gefragten Partner der Systemlieferanten.

## Ausbau der internationalen Präsenz

Wie beschrieben, zählt es aber zu den weiteren wichtigen Wachstumsvoraussetzungen, dass das Unternehmen seinen Kunden bei der globalen Ausweitung der Produktion folgt. Mit seinem Standort in Tschechien verfügt InTiCa bereits über eine langjährige Erfahrung im Betrieb eines ausländischen Produktionsstandorts. Aufbauend auf diesem Know-how wird seit 2016 ein Werk in Mexiko aufgebaut, das inzwischen zwei Serienproduktionen gestartet hat. Damit ist der Konzern in einem Land aktiv, das sich zu einer zentralen Plattform für Automobilzulieferer entwickelt hat, mit einer starken Präsenz von deutschen Anbietern. Erste Aufträge in Mexiko stammen zunächst von Bestandskunden, aber auch die Chancen für die Akquise von Neukunden haben sich damit verbessert. Das Unternehmen hat eine eigene Vertriebsorganisation an dem neuen Standort aufgebaut, um neue Aufträge im NAFTA-Raum einzuwerben. Perspektivisch könnte das Unternehmen versuchen, mit einem ähnlichen Modell in Asien Fuß zu fassen. Die Präsenz in der Region hält das Management mittelfristig für „unabdingbar“, zunächst liegt der Fokus aber auf dem Hochlaufen der Produktion in Mexiko. Lokale Fertigungsstätten könnten künftig zusätzlich an Bedeutung gewinnen, wenn sich die angeführten protektionistischen Tendenzen im globalen Handel noch stärker durchsetzen.

## Ausbau und Optimierung der Fertigung

Der Standort in Mexiko ist derzeit ein Investitionsschwerpunkt von InTiCa. Darüber hinaus wird aber auch weiterhin in den Ausbau des Werks in Tschechien investiert, aktuell vor allem in Fertigungskapazitäten für EMV-Filter und Statoren für Elektrofahrzeuge und Hybride. Mit der steigenden Produktvielfalt, der vergrößerten Wertschöpfungstiefe und höheren Auftragsvolumina, die zudem in Abhängigkeit von den Abrufen im Zeitablauf größeren Schwankungen unterliegen können, haben sich die Ansprüche an die Fertigung im laufenden Jahrzehnt deutlich erhöht. Das Management hat daraufhin bereits vor drei Jah-

ren eine Transformation der Produktion nach Lean-Prinzipien eingeleitet, mit der die Abläufe und der Materialfluss komplett neu gestaltet wurden. Die Fortschritte zeigen sich bereits in der Verbesserung der Marge, der Optimierungsprozess wird aber laufend fortgeführt und soll kontinuierliche Produktivitätsgewinne ermöglichen.

# Zahlen

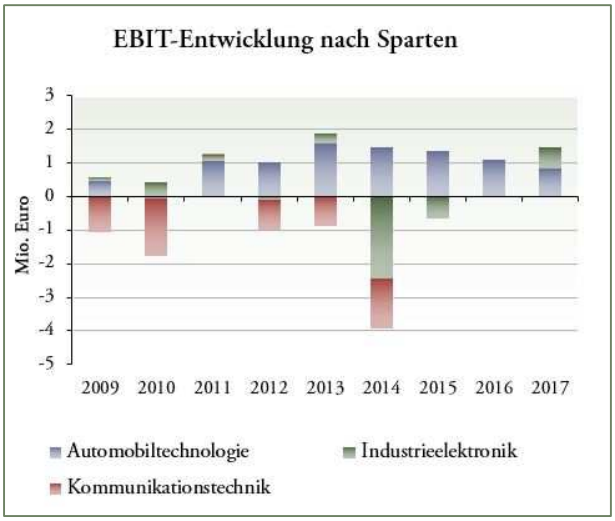
## Wachstum von 21 Prozent p.a.

Mit der kontinuierlichen Ausweitung der Produktpalette und der Systemkompetenz ist die Bedeutung der Sparte Automobiltechnologie für das Unternehmen in der letzten Dekade deutlich gewachsen. Summierte sich der Umsatz in diesem Bereich noch Anfang des Jahrzehnts auf rund 10 Mio. Euro, so lag er in der Finanzperiode 2017 bereits bei 38,1 Mio. Euro. Daraus errechnet sich ein durchschnittliches Wachstum von 21,1 Prozent. In den letzten beiden Jahren war die Dynamik isoliert betrachtet aber relativ niedrig, so dass die Wachstumsziele jeweils etwas verfehlt wurden (Zielumsatz 2016: 39 Mio. Euro, Ist: 36,3 Mio. Euro / Zielumsatz 2017: 39 bis 41 Mio. Euro, Ist: 38,1 Mio. Euro) und das CAGR seit 2015 nur 4,4 Prozent beträgt. Das vergleichsweise niedrige Wachstumstempo war darauf zurückzuführen, dass die etablierten Produkte mittlerweile eine relativ hohe Marktdurchdringung erreicht hatten, wobei dieser Effekt durch Sonderfaktoren noch verstärkt wurde. Im Jahr 2016 war das Unternehmen vor allem im Schlussquartal mit relativ schwachen Abrufzahlen konfrontiert, während sich im letzten Geschäftsjahr ein verspäteter Serienanlauf in Mexiko negativ bemerkbar gemacht hat.

*Quelle: Unternehmen*

## Geschäft mit Industrieelektronik deutlich belebt

Als Wachstumstreiber wurde die Automobiltechnologie deswegen in den letzten zwei Jahren von der kleineren Sparte Industrieelektronik abgelöst, die vor allem von einer deutlichen Belebung der Nachfrage nach Wechselrichtern profitiert hat. Dadurch erhöhte sich der Spartenumsatz in 2016 zunächst um 16,7 Prozent auf 8,65 Mio. Euro, um dann im letzten Jahr um weitere 38,1 Prozent auf 11,9 Mio. Euro zuzulegen. Damit wurden die Erwartungen des Managements (2016: 8 Mio. Euro, 2017: 8 bis 9 Mio. Euro) jeweils deutlich übertroffen. Infolgedessen hat der relative Beitrag des Segments, der von 2010 bis 2015 von 68,1 auf 17,5 Prozent erodiert war (inklusive der früheren Sparte Kommunikationstechnik), wieder um insgesamt 6,4 Prozentpunkte auf 23,8 Prozent in 2017 zugenommen.




*Quelle: Unternehmen*

## Segment-Turnaround beflügelt

Die deutlichen Erlöszuwächse haben sich auch positiv auf die Profitabilität des Bereichs Industrieelektronik ausgewirkt. Nachdem die zuvor deutlich negativen Margen schon im Jahr 2016 in ein fast ausgeglichenes Ergebnis verbessert werden konnten, summierte sich der operative Spartenüberschuss in der abgelaufenen

Periode auf 0,64 Mio. Euro, woraus sich eine EBIT-Marge von 5,4 Prozent errechnet. Im selben Zeitraum hat die Rendite im Automobiltechnologiegeschäft aber abgenommen, von 3,9 Prozent (2015) auf 2,2 Prozent (2017). Hier spiegeln sich sowohl die Aufwendungen für die Modernisierung und Erweiterung der Fertigung in Tschechien wider, als auch die Kosten für den Aufbau des Standorts in Mexiko, der in der Anlaufphase noch defizitär gearbeitet hat.

| Geschäftszahlen | 2016 | 2017 | Änderung |
|---|---|---|---|
| Umsatz | 44,93 | 50,09 | +11,5% |
| *- Automobiltechnol.* | *36,28* | *38,15* | *+5,1%* |
| *- Industrielektronik* | *8,65* | *11,95* | *+38,1%* |
| EBITDA | 5,37 | 5,80 | +8,0% |
| EBIT | 1,04 | 1,47 | +41,3% |
| *- Automobiltechnol.* | *1,08* | *0,83* | *-23,3%* |
| *- Industrielektronik* | *-0,04* | *0,64* | *-* |
| Nettoergebnis | 0,35 | 0,73 | +109,5% |

*In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen*

## Prognosen erfüllt

Insgesamt konnte das Unternehmen den Umsatz im letzten Jahr um 11,5 Prozent auf 50,1 Mio. Euro steigern und damit die ursprünglich ausgegebene Zielspanne von 47 bis 50 Mio. Euro noch leicht übertreffen. Voll im Plan („knapp 3 Prozent") lag dabei die EBIT-Marge, die sich von 2,3 auf 2,9 Prozent verbessert und einen EBIT-Anstieg um 41,3 Prozent auf 1,5 Mio. Euro ermöglicht hat. Den zusätzlichen Deckungsbeiträgen aus den Mehreinnahmen sowie einem Bestandsaufbau um 0,26 Mio. Euro stand ein im Vorjahresvergleich mit 4,3 Mio. Euro konstantes Volumen der Abschreibungen gegenüber. Geschmälert wurde der daraus resultierende positive Effekt durch eine überproportionale Ausweitung des Materialaufwands um 13,9 Prozent auf 28,5 Mio. Euro. Unter dem Strich konnte aus dem EBIT bei einem mit -0,43 Mio. Euro konstanten Finanzergebnis und einer leicht, von 0,27 auf 0,31 Mio. Euro, gestiegenen Steuerbelastung ein Jahresüberschuss von 0,7 Mio. Euro generiert werden, ein Anstieg um rund 110 Prozent zum Vorjahr.

## Cashflow geht zurück

Das konnte aber nicht in eine Steigerung des operativen Cashflows umgemünzt werden. Die Ergebnisverbesserungen wurde im Wesentlichen durch die Effekte aus dem Aufbau von Vorräten (-1,1 Mio. Euro ggü. +0,8 Mio. Euro im Vorjahr) und dem Abbau von Verbindlichkeiten (-1,1 Mio. Euro ggü. +0,1 Mio. Euro im Vorjahr) überkompensiert, so dass sich der Nettozahlungsmittelüberschuss aus der betrieblichen Tätigkeit von 4,1 auf 3,2 Mio. Euro reduzierte. Dem stand ein Investitions-Cashflow von -4,5 Mio. Euro gegenüber, der sich damit in etwa auf dem Vorjahresniveau bewegte. Der negative freie Cashflow wurde mit einer Nettokreditaufnahme von 2,5 Mio. Euro mehr als gedeckt.

| Geschäftszahlen | HJ 17 | HJ 18 | Änderung |
|---|---|---|---|
| Umsatz | 24,56 | 25,93 | *+5,6%* |
| *- Automobiltechnol.* | *19,80* | *19,91* | *+0,5%* |
| *- Industrielektronik* | *4,75* | *6,03* | *+26,8%* |
| EBITDA | 2,87 | 2,89 | *+0,7%* |
| EBIT | 0,71 | 0,74 | *+3,1%* |
| *- Automobiltechnol.* | *0,67* | *0,28* | *-57,9%* |
| *- Industrielektronik* | *0,05* | *0,46* | *+847,9%* |
| Nettoergebnis | 0,34 | 0,39 | *+12,2%* |

*In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen*

## Wechselnde Zugpferde

Das Jahr 2018 ist mit einem weiteren Schub im Bereich Industrieelektronik gestartet: Im ersten Quartal konnte der Umsatz wegen einer dynamischen Entwicklung des Wechselrichtergeschäfts und anziehender Projektumsätze mit EMV-Filtern um 59,5 Prozent auf 3,5 Mio. Euro zulegen. Zwischen April und Juni lagen die Einnahmen mit 2,5 Mio. Euro dann in etwa auf dem Vorjahreswert, was die immer noch relativ hohe Schwankungsbreite in dem kleinen Segment verdeutlicht. Kumuliert über die ersten sechs Monate errechnen sich Erlöse von 6,0 Mio. Euro, ein Zuwachs von 26,8 Prozent zum Vorjahreswert. Demgegenüber konnte in der Sparte Automobiltechnologie nur ein kleiner Zuwachs von 0,5 Prozent auf 19,9 Mio. Euro verzeichnet werden. Das resultierte aus einem schwachen Startquartal (-3,8 Prozent), das von

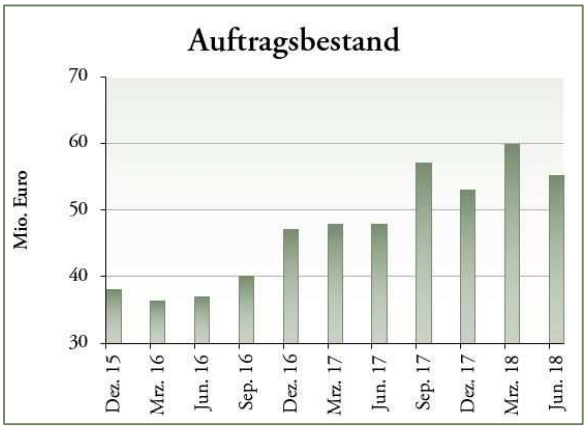
Auftragsverschiebungen in Mexiko ebenso geprägt wurde wie von zurückhaltenden Abrufzahlen aus Großbritannien, während im zweiten Quartal isoliert betrachtet schon wieder ein Erlöswachstum von 5,0 Prozent erzielt wurde.

## Operative Margen leicht rückläufig

Insgesamt hat der Konzernumsatz im ersten Halbjahr um 5,6 Prozent auf 25,9 Mio. Euro zugelegt. Das operative Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen wurde demgegenüber nur deutlich unterproportional um 0,7 Prozent auf 2,9 Mio. Euro verbessert. Das lag maßgeblich an dem um 8,5 Prozent auf 6,1 Mio. Euro gestiegenen Personalaufwand, der sowohl höhere Lohnkosten in Tschechien als auch den Personalaufbau – binnen Jahresfrist von 589 auf 625 Mitarbeiter – als Folge der Expansion widerspiegelt. Demgegenüber legte der Materialaufwand nur geringfügig, um 0,7 Prozent auf 14,0 Mio. Euro zu. Die Abschreibungen reduzierten sich sogar um 0,1 Prozent auf 2,15 Mio. Euro, so dass der minimale EBITDA-Anstieg in einen EBIT-Zuwachs von 3,1 Prozent auf 0,74 Mio. Euro umgemünzt werden konnte. Nichtsdestotrotz ergibt sich daraus eine von 2,9 auf 2,8 Prozent leicht gesunkene EBIT-Marge, die Rendite auf EBITDA-Basis reduzierte sich etwas deutlicher von 11,7 auf 11,1 Prozent. Lediglich die Nettorendite (von 1,4 auf 1,5 Prozent) konnte wegen einer gesunkenen Zins- und Steuerbelastung etwas verbessert werden.

## Hohe Investitionen

Deutlich positivere Effekte wurden beim Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit erzielt, der im Vergleich mit den ersten sechs Monaten aus 2017 um 91,4 Prozent auf 2,3 Mio. Euro gesteigert werden konnte. Ein geringerer Vorratsaufbau (-0,4 Mio. Euro ggü. -0,9 Mio. Euro im Vorjahr) und ein Anstieg der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (+2,1 Mio. Euro ggü. -0,35 Mio. Euro im Vorjahr) waren dafür maßgeblich verantwortlich und konnten auch den negativen Effekt aus dem Forderungsaufbau (-1,88 Mio. Euro ggü. -0,53 Mio. Euro im Vorjahr) überkompensieren. Das Defizit auf der Ebene des Free-Cashflow weitete sich trotzdem binnen Jahresfrist von -0,46 auf -2,4 Mio. Euro aus, da die von 1 auf 4,1 Mio. Euro erhöhten Auszahlungen für Sachanlagen den negativen Investitions-Cashflow von -1,69 auf -4,75 Mio. Euro ansteigen ließen. Das Unternehmen hat 1,5 Mio. Euro in die dritte Fertigungslinie in Mexiko und 2,5 Mio. Euro in neue Linien für Statoren und EMV-Filter in Tschechien investiert und damit bereits über 70 Prozent der für das Gesamtjahr geplanten Ausgaben für Sachanlagen (5,5 Mio. Euro) realisiert. Dafür wurde erneut Fremdkapital in Anspruch genommen, so dass sich der Finanzmittelfonds inklusive der in Anspruch genommenen Kreditlinien Ende Juni auf -7,5 Mio. Euro (Vorjahr: -6,5 Mio. Euro) summierte. Insgesamt stehen dem Unternehmen aktuell Kreditlinien in Höhe von 10,35 Mio. Euro zur Verfügung. Ohne Saldierung mit den entsprechenden Finanzverbindlichkeiten weist die Bilanz eine Liquidität von 0,29 Mio. Euro (Vorjahr: 0,14 Mio. Euro) aus.




*Quelle: Unternehmen*

## Ausblick etwas vorsichtiger

Für die weitere Entwicklung in diesem Jahr bietet der Auftragsbestand eine gute Basis. Zum Halbjahresstichtag belief sich dieser auf 55,2 Mio. Euro, was einem Zuwachs um 15,5 Prozent zum Vorjahreswert entsprach. Mit 89 Prozent ist der Großteil davon dem Segment Automobiltechnologie zuzurechnen. Allerdings weist das Management darauf hin, dass aufgrund der aktuellen Probleme und Unsicherheiten in der Branche das Abrufverhalten der Kunden erratischer geworden ist. So hat sich auch die Steigerung der Stückzahlen in Mexiko ebenso verzögert wie der Start des dritten Serienauftrags. Letzterer soll nun aber bis zum Jahresende erfolgen. Stabiler entwickeln sich nach Aussage des Unternehmens aber die Zahlen im

Bereich der Elektro- und Hybridfahrzeuge, was die positiven Effekte der Expansion in diesem Bereich unterstreicht. Unter Abwägung dieser Faktoren hat der Vorstand die Prognosespannen für den Umsatz (53 bis 56 Mio. Euro) und die EBIT-Marge (3,0 bis 3,5 Prozent) bestätigt, erwartet nun aber eher Resultate am unteren Ende. Eine besondere Herausforderung stellen dabei weiterhin einerseits die Materialversorgung, da es vor allem im Rohstoffbereich zum Teil Engpässe verbunden mit längeren Lieferzeiten gibt, und andererseits die Akquise qualifizierter Mitarbeiter dar.

# Equity-Story

## Innovativer Automobilzulieferer

InTiCa Systems hat sich innerhalb einer Dekade zu einem führenden Automobilzulieferer im Bereich der High-Tech-Induktivität entwickelt. Die Produktpalette und der Kundenkreis wurden stetig erweitert, so dass die Erzeugnisse heute bereits in über 400 Modellen zum Einsatz kommen. Innovationen werden oft zunächst im Premiumsegment verwendet und breiten sich dann sukzessive im Massenmarkt aus, was bei InTiCa Systems im Zeitablauf für steigende Bestellvolumina sorgt. Der stark gewachsene Auftragsbestand, der sich Ende Juni auf 55,2 Mio. Euro belief und damit um 15 Prozent über dem Vorjahreswert lag, belegt diese anziehende Dynamik.

## Technologischer Wandel als Treiber

Ein wichtiger Treiber in der Auftragsakquise sind die Lösungen, die das Unternehmen für Elektro- und Hybridfahrzeuge anbietet. Mehrere Produkte werden bereits heute im Antriebsstrang, in der Leistungselektronik und im Batteriemanagement genutzt. Zudem liegt gerade in diesem attraktiven Bereich ein Schwerpunkt der F&E-Aktivitäten des Konzerns, weswegen die Angebotsbreite für die Elektromobilität weiter kontinuierlich ausgebaut wird. Damit hat sich InTiCa in einem der wachstumsstärksten Segmente der Automobilindustrie aussichtsreich positioniert. Der Absatz von Elektro- und Hybridfahrzeugen hat sich in den letzten beiden Jahren weltweit auf 1,1 Mio. Stück mehr als verdoppelt, für 2018 erwarten die Marktexperten von Bloomberg einen weiteren Anstieg um ca. 46 Prozent. Im Anschluss wird eine weitere Vervielfachung auf 11 Mio. bis 2025 prognostiziert. Die deutschen Hersteller haben ihre F&E-Budgets infolgedessen erheblich aufgestockt und wollen Ende dieses Jahrzehnts bereits 100 teil- oder vollelektrifizierte Modelle anbieten. Dank der Erfahrung mit Komponenten und Systemen für Hybrid- und Elektroautomobile sowie der Kompetenz als Lösungsanbieter dürften sich für InTiCa daraus weitere interessante Projekte ergeben. Ebenfalls als Wachstumsfelder sieht das InTiCa-Management das autonome Fahren sowie die Digitalisierung und Vernetzung von Fahrzeugen. Hier will das Unternehmen beispielsweise von einem zusätzlichen Bedarf für EMV-Filteranwendungen profitieren, wofür erste Produkte bereits angeboten werden und weitere Neuentwicklungen in Arbeit sind.

## Mexiko vor Breakeven

Das Wachstum der Branche geht allerdings mit einer Verschiebung der regionalen Gewichte in der Produktion einher. Die Bedeutung von Europa nimmt ab und die der Schwellenländer zu. InTiCa hat darauf bereits vor einigen Jahren reagiert und den Aufbau eines neuen Standorts in Mexiko vorangetrieben. Obwohl es beim Roll-out der ersten Aufträge kundenseitig Verzögerungen gab, sind inzwischen zwei Produktionslinien in Betrieb. Bis zum Jahresende soll eine weitere Serienfertigung anlaufen, mit welcher der Standort den Breakeven schaffen könnte. Insgesamt ist der Konzern auf einem guten Weg, das mexikanische Werk als weiteres starkes Standbein zu etablieren. Damit würde das Unternehmen über ein Modell verfügen, um die Internationalisierung der Fertigung weiter voranzutreiben. Mittelfristig hat das Management einen möglichen zusätzlichen Produktionsstandort in Asien im Visier, da die Region für die Automobilindustrie weiter an Bedeutung gewinnen dürfte.

## Kontinuierliche Margenverbesserung

Der hohe Auftragsbestand von InTiCa Systems stellt eine starke Basis für den Ausbau des Geschäfts dar. Im Kernbereich Automobiltechnologie dominieren lange Auftragszyklen, die eine relativ hohe Visibilität der künftigen Einnahmen bieten. Das Unternehmen kann auf dieser Grundlage größere Investitionen in den Ausbau der Kapazitäten stemmen. Dafür benötigen die Auftraggeber allerdings eine höhere Flexibilität im Zeitablauf, um kurzfristige Schwankungen der Abrufzahlen abfedern zu können, was die Komplexi-

tät der Fertigung von InTiCa zusätzlich erhöht. In Reaktion auf diese Herausforderungen hat das Management im Jahr 2015 unter dem Stichwort „Lean Manufacturing“ eine umfangreiche Initiative zur Steigerung der Flexibilität und Effizienz in der Produktion angestoßen. Der Transformationsprozess hat seitdem gute Fortschritte erzielt, was aus der Entwicklung der Marge in der Sparte Automobiltechnologie aber noch nicht direkt ablesbar ist, da die Kosten für den Aufbau des neuen Standorts in Mexiko den Effekt überlagert haben. Mit dem möglichen Breakeven in Übersee dürfte sich das ändern. Das Unternehmen sieht den Wandel damit aber nicht als abgeschlossen an, sondern verfolgt weiterhin einen kontinuierlichen Verbesserungsprozess, der zu einem sukzessiven Anstieg der Rendite führen soll.

## Trendwende im Bereich Industrieelektronik

Dass die EBIT-Marge im Konzern in den letzten Jahren trotzdem deutlich verbessert werden konnte, liegt an dem erfolgreichen Turnaround im Segment Industrieelektronik. Der Geschäftsbereich hat dank einer hohen Nachfrage nach Wechselrichtern zurück auf den Wachstumspfad gefunden – mit einer Erlössteigerung von rund 38 Prozent allein in 2017 –, und innerhalb von nur zwei Jahren sein EBIT von -0,65 Mio. Euro (Marge: -8,7 Prozent) auf +0,64 Mio. Euro (Marge 5,4 Prozent) ins Plus gedreht. Einen Wachstumsbeitrag haben zuletzt auch potenzialträchtige neue Produkte wie EMV-Filter geleistet. Damit profitiert das kleinere Segment zunehmend vom Know-how in der Automobiltechnologie. Die beiden Bereiche wachsen damit stärker zusammen, was hohes Potenzial für Synergien bietet. Als ein besonders aussichtsreiches Feld sieht das Management innovative Lösungen für stationäre Batterie- und Ladestationen an, die dank des prognostizierten hohen Marktwachstums auf eine stark steigende Nachfrage treffen dürften.

# DCF-Bewertung

## Dynamik hat zugenommen

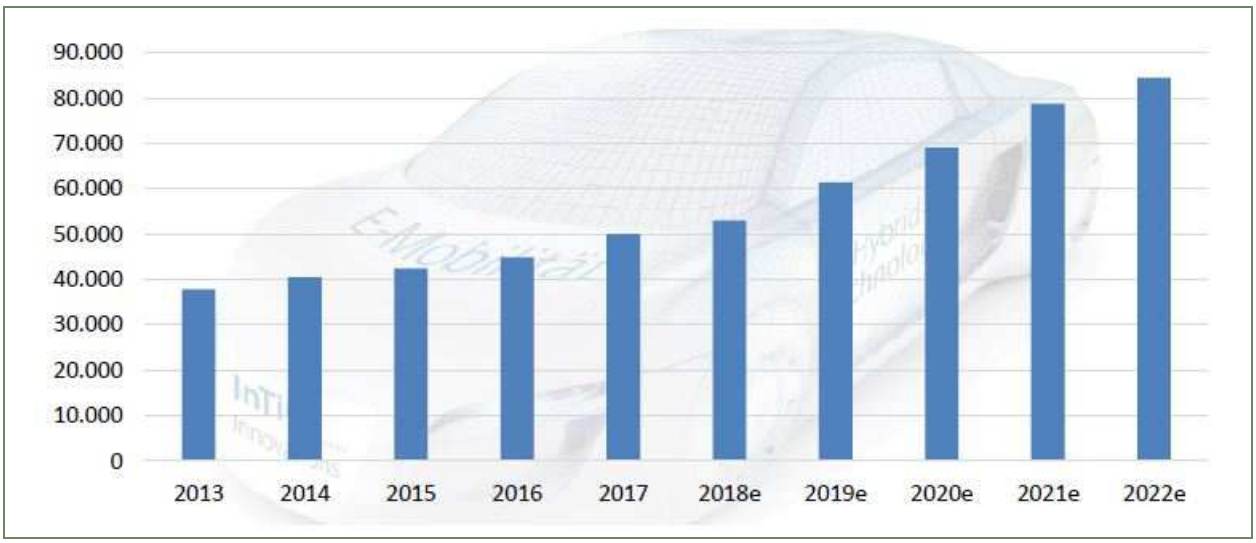
InTiCa Systems bewegt sich auf einem intakten Wachstumspfad, dessen Dynamik sich zuletzt noch einmal spürbar erhöht hat. Das wird nicht nur aus dem Umsatzwachstum von 11,5 Prozent im letzten Jahr ersichtlich, der höchsten Steigerungsrate seit 2011, sondern auch aus dem per Ende Juni in Relation zum Vorjahr um 15,5 Prozent auf 55,2 Mio. Euro gestiegenen Auftragsbestand. Dennoch spürt das Unternehmen auch die schwieriger gewordenen Rahmenbedingungen in der Branche, die sich unter anderem in einer größeren Schwankungsintensität der Abrufzahlen und der kundenseitigen Verschiebung des Starts der dritten Serienfertigung in Mexiko niedergeschlagen haben. Als Reaktion darauf erwartet das Management im Gesamtjahr nun eher Resultate am unteren Ende der ausgegebenen Zielspannen. In Bezug auf die Konzernerlöse bedeutet das ein Wachstum von mindestens 5,8 Prozent (verglichen mit 5,6 Prozent im ersten Halbjahr). Von der mittelfristigen Zielsetzung, in den nächsten fünf Jahren ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 10 Prozent zu erreichen, wurden aber keine Abstriche gemacht (siehe Grafik). Der Vorstand rechnet weiterhin mit einem steigenden Auftragsbestand in beiden Segmenten.

## Kontinuierliche Margenverbesserung angestrebt

Von dem dynamischen Wachstumspfad dürfte die operative Rendite weiter profitieren. Im letzten Jahr ist die EBIT-Marge trotz der Belastungen durch die Anlaufkosten für das Werk in Mexiko bereits von 2,3 auf 2,9 Prozent gestiegen. Im laufenden Jahr könnte die Verbesserung wegen der Verschiebungen moderat ausfallen, der untere Wert der kommunizierten Zielspanne von 3,0 bis 3,5 Prozent liegt nur minimal über dem Resultat aus 2017. Im Anschluss peilt das Unternehmen wieder deutliche Zuwächse an, insbesondere dank eines anvisierten Produktivitätswachstums von 10 Prozent p.a. Die wichtigsten Treiber für die Rentabilität sind der fortgesetzte Optimierungsprozess in der Fertigung, die wachstumsbedingten Skaleneffekte sowie die Einführung innovativer und margenstärkerer Produkte, was mittelfristig eine EBIT-Marge von mindestens 6 Prozent ermöglichen soll.

## Wachstumsprognose für 2018 angepasst

Wir gehen ebenfalls davon aus, dass das Unternehmen im laufenden Jahr den Umsatz steigern wird, haben nach der Detailberichterstattung für das erste Halbjahr und der etwas vorsichtiger formulierten Prognose




*Mittelfristplanung InTiCa – Umsatz in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen*

unsere Schätzungen aber reduziert. Wir erwarten nun für den Bereich Automobiltechnologie in 2018 ein Wachstum von 9 Prozent auf 41,6 Mio. Euro (zuvor: 45,9 Mio. Euro). Der hohe Auftragsbestand sollte diesen Zuwachs ermöglichen, auch wenn wir das Risiko geringerer Abrufzahlen stärker gewichtet haben. Für den Bereich Industrieelektronik sind wir nun trotz der hohen Volatilität beim Absatz von Produkten für den Photovoltaikmarkt optimistischer, da offensichtlich auch das Geschäft mit neuen Produkten Fahrt aufnimmt. Wir kalkulieren jetzt mit einem Umsatz von 11,0 Mio. Euro (zuvor: 8,9 Mio. Euro). In Summe würde InTiCa damit einen Konzernumsatz von 52,5 Mio. Euro erwirtschaften, während sich unsere bisherige Taxe auf 54,9 Mio. Euro belief.

## Margenverbesserung etwas geringer

Das dürfte sich auch auf die EBIT-Marge auswirken, für die wir bislang mit einer Verbesserung im Gesamtjahr auf 3,3 Prozent kalkuliert haben. Im ersten Halbjahr lag sie indes nur bei 2,8 Prozent, und das Potenzial für eine signifikante Besserung noch in diesem Jahr hält sich wegen der Verschiebung des Starts der dritten Serienfertigung in Mexiko in Grenzen. Vor diesem Hintergrund und angesichts der Unsicherheit zur weiteren Entwicklung des Photovoltaikmarkts kalkulieren wir analog zu den Erlösen nun auch hinsichtlich der EBIT-Marge etwas konservativer und setzen für das laufende Jahr 2,9 Prozent an.

## Intakte Wachstumsperspektiven

Die Erlöswachstumsraten für die nächsten Jahre haben wir nur geringfügig modifiziert, insgesamt gehen wir aufgrund der adressierten Wachstumsmärkte und der hohen Innovationskraft von einer Beschleunigung der Expansion aus. Trotzdem bleiben wir etwas unter der Mittelfristplanung des Managements für den Umsatz. Diese sieht schon für 2021 einen Wert von knapp 80 Mio. Euro vor, während wir mit 73,7 Mio. Euro rechnen. In Anknüpfung an unsere vorsichtigere Margenschätzung für 2018 haben wir auch den anschließenden Verbesserungspfad etwas moderater gestaltet. Wir rechnen aber unverändert mit einer Ziel-EBIT-Marge von 7,3 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums. Die daraus resultierenden wichtigsten Kennzahlen bis 2025 zeigt die unten abgebildete Tabelle, weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflow finden sich im Anhang.

| Mio. Euro | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Umsatzerlöse | 52,5 | 57,8 | 64,8 | 73,7 | 81,3 | 87,2 | 92,5 | 98,1 |
| Umsatzwachstum | | 10,0% | 12,0% | 13,8% | 10,3% | 7,3% | 6,1% | 6,0% |
| EBIT-Marge | 2,9% | 3,9% | 5,2% | 6,6% | 6,9% | 7,1% | 7,2% | 7,3% |
| **EBIT** | **1,5** | **2,2** | **3,4** | **4,8** | **5,6** | **6,2** | **6,6** | **7,2** |
| Steuersatz | 28,0% | 32,0% | 31,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| Adaptierte Steuerzahlungen | 0,4 | 0,7 | 1,0 | 1,5 | 1,7 | 1,8 | 2,0 | 2,2 |
| **NOPAT** | **1,1** | **1,5** | **2,3** | **3,4** | **3,9** | **4,3** | **4,6** | **5,0** |
| + Abschreibungen & Amortisation | 4,5 | 4,9 | 5,0 | 5,1 | 5,2 | 5,3 | 5,3 | 5,3 |
| + Zunahme langfr. Rückstellungen | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| + Sonstiges | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,8 |
| **Operativer Brutto Cashflow** | 6,2 | 7,1 | 8,2 | 9,4 | 10,0 | 10,5 | 10,9 | 11,3 |
| - Zunahme Net Working Capital | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -0,9 | -0,9 | -1,0 | -1,0 | -1,1 |
| - Investitionen AV | -6,6 | -5,9 | -5,6 | -5,5 | -5,6 | -5,5 | -5,2 | -4,9 |
| **Free Cashflow** | **-1,2** | **0,5** | **1,8** | **2,9** | **3,5** | **4,1** | **4,7** | **5,3** |

*SMC-Schätzmodell*

## Diskontierungssatz 6,2 Prozent

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 5,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen langfristigen Mittelwert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,3 und einem Ziel-FK-Anteil von 55 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 6,2 Prozent.

## Kursziel: 9,15 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,2 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 39,2 Mio. Euro. Das entspricht 9,15 Euro je Aktie, was wir als neues Kursziel setzen. Die Reduktion in Relation zu unserem bisherigen Kursziel (9,60 Euro) resultiert aus unseren etwas konservativeren Annahmen für das Jahr 2018 und für die Margenentwicklung der Folgejahre. Auf dieser Basis sehen wir aktuell ein Kurspotenzial von rund 30 Prozent.

## Leicht unterdurchschnittliches Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. InTiCa Systems hat in den letzten Jahren große Fortschritte gemacht. Insbesondere das dominante Automobilzuliefergeschäft mit langen Auftragslaufzeiten sorgt für eine vergleichbar gute Visibilität und Planungssicherheit. Diese kann zwar durch Schwankungen in den Abrufzahlen beeinträchtigt werden, doch das Unternehmen dürfte dies mit der flexibilisierten Fertigung zunehmend besser abfedern. Wir stufen das Prognoserisiko mit 3 Punkten weiterhin als leicht unterdurchschnittlich ein.

## Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 5,45 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 7,2 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 17,34 Euro im optimistischsten Fall.

| **Sensitivitätsanalyse** | Ewiges Cashflow-Wachstum | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| WACC | **2,0%** | **1,5%** | **1,0%** | **0,5%** | **0,0%** |
| **5,2%** | 17,34 | 14,81 | 12,88 | 11,36 | 10,13 |
| **5,7%** | 14,15 | 12,28 | 10,82 | 9,63 | 8,65 |
| **6,2%** | 11,71 | 10,30 | **9,15** | 8,21 | 7,41 |
| **6,7%** | 9,79 | 8,69 | 7,78 | 7,01 | 6,36 |
| **7,2%** | 8,24 | 7,36 | 6,62 | 5,99 | 5,45 |

# Fazit

InTiCa Systems hat den Umsatz im letzten Geschäftsjahr um 11,5 Prozent gesteigert und damit die höchste Wachstumsrate seit sechs Jahren ausgewiesen. Neben soliden Zuwächsen im Kernbereich Automobiltechnologie sorgte vor allem die mit einer Erlössteigerung von 38,1 Prozent hohe Dynamik in der kleineren Sparte Industrieelektronik für Rückenwind. Erfreulicherweise konnte das Unternehmen das Wachstum trotz hoher Investitionen in den Ausbau der Fertigungskapazitäten und den Aufbau eines neuen Standorts in Mexiko in eine Verbesserung der EBIT-Marge von 2,3 auf 2,9 Prozent ummünzen.

Im ersten Halbjahr 2018 hat der Umsatz im Segment Industrieelektronik erneut stark zugelegt – um 26,8 Prozent – während das Geschäft mit Automobiltechnologie nur leichte Zuwächse (+0,5 Prozent) verzeichnet hat. Ein mit 55,2 Mio. Euro (+15,5 Prozent) binnen Jahresfrist deutlich gestiegener Auftragsbestand per Ende Juni und anvisierte höhere Stückzahlen in Mexiko sollten im Gesamtjahr aber ein höheres Wachstum ermöglichen. Bis zum Jahresende soll auch der kundenseitig verschobene Start der dritten Serienfertigung am neuen Standort erfolgen. Der Vorstand hat die Prognose nach den Halbjahreszahlen dennoch etwas vorsichtiger formuliert und erwartet hinsichtlich der ausgegebenen Zielspannen für den Konzernumsatz (53 bis 56 Mio. Euro) und die EBIT-Marge (3,0 bis 3,5 Prozent) eher Resultate am unteren Ende.

Wir haben unsere Prognosen wegen der aktuell schwieriger gewordenen Rahmenbedingungen etwas reduziert, sehen das Unternehmen aber prinzipiell unverändert gut aufgestellt. InTiCa adressiert attraktive Wachstumsmärkte – insbesondere die Märkte für Elektromobilität und Energiespeicher – mit innovativen Produkten und hat zugleich mit der Eröffnung des Werks in Mexiko eine Ausweitung der Aktivitäten auf weitere Kontinente gestartet. Der dynamische Aufwärtstrend des Auftragsbestands bestätigt die Richtigkeit der Strategie und deutet das Potenzial für die nächsten Jahre an. Wir haben das Wachstums- und Margenpotenzial in unserem Bewertungsmodell abgebildet und sehen auf dieser Basis, trotz der leichten Abwärtsrevision, nun einen fairen Wert von 9,15 Euro je Aktie. Damit bietet sich ein weiteres Kurspotenzial von 30 Prozent, weswegen wir die Aktie weiterhin mit „Buy“ einstufen.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **AKTIVA** | | | | | | | | | |
| I. AV Summe | 25,8 | 27,8 | 28,9 | 29,5 | 29,8 | 30,2 | 30,4 | 30,3 | 29,9 |
| 1. Immat. VG | 4,6 | 5,1 | 5,4 | 5,6 | 5,7 | 5,7 | 5,6 | 5,5 | 5,3 |
| 2. Sachanlagen | 20,1 | 21,7 | 22,5 | 22,9 | 23,2 | 23,6 | 23,8 | 23,8 | 23,7 |
| II. UV Summe | 17,5 | 20,7 | 22,9 | 25,5 | 28,7 | 31,9 | 35,3 | 39,2 | 43,5 |
| **PASSIVA** | | | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 18,1 | 18,9 | 20,0 | 21,9 | 24,4 | 26,9 | 29,4 | 31,9 | 34,8 |
| II. Rückstellungen | 1,1 | 1,3 | 1,5 | 1,7 | 1,9 | 2,1 | 2,3 | 2,5 | 2,7 |
| III. Fremdkapital | | | | | | | | | |
| 1. Langfristiges FK | 12,6 | 13,0 | 13,3 | 13,3 | 13,2 | 13,1 | 12,9 | 12,7 | 12,5 |
| 2. Kurzfristiges FK | 11,4 | 15,3 | 16,9 | 18,1 | 19,1 | 20,1 | 21,2 | 22,3 | 23,5 |
| **BILANZSUMME** | **43,2** | **48,5** | **51,7** | **55,0** | **58,5** | **62,2** | **65,7** | **69,4** | **73,5** |

## GUV-Prognose

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Umsatzerlöse | 50,1 | 52,5 | 57,8 | 64,8 | 73,7 | 81,3 | 87,2 | 92,5 | 98,1 |
| Gesamtleistung | 51,8 | 53,7 | 59,3 | 66,3 | 75,2 | 82,8 | 88,7 | 94,0 | 99,6 |
| Rohertrag | 23,3 | 24,7 | 27,4 | 30,8 | 35,1 | 38,6 | 41,3 | 43,7 | 46,2 |
| EBITDA | 5,8 | 6,0 | 7,1 | 8,4 | 10,0 | 10,8 | 11,4 | 12,0 | 12,5 |
| EBIT | 1,5 | 1,5 | 2,2 | 3,4 | 4,8 | 5,6 | 6,2 | 6,6 | 7,2 |
| EBT | 1,0 | 1,1 | 1,7 | 2,7 | 4,1 | 4,9 | 5,4 | 5,9 | 6,4 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | 1,4 | 0,8 | 1,1 | 1,9 | 2,9 | 3,4 | 3,8 | 4,1 | 4,5 |
| JÜ | 1,4 | 0,8 | 1,1 | 1,9 | 2,9 | 3,4 | 3,8 | 4,1 | 4,5 |
| EPS | 0,17 | 0,18 | 0,26 | 0,44 | 0,67 | 0,80 | 0,88 | 0,96 | 1,05 |

# Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

## Cashflow-Prognose

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| CF operativ | 3,2 | 4,7 | 5,4 | 6,3 | 7,3 | 7,9 | 8,3 | 8,6 | 8,9 |
| CF aus Investition | -4,5 | -6,6 | -5,9 | -5,6 | -5,5 | -5,6 | -5,5 | -5,2 | -4,9 |
| CF Finanzierung | 2,5 | 2,2 | 0,5 | -0,1 | -0,6 | -1,1 | -1,7 | -1,8 | -2,0 |
| Liquidität Jahresanfa. | -6,7 | -5,7 | -5,5 | -5,5 | -4,8 | -3,6 | -2,4 | -1,2 | 0,4 |
| Liquidität Jahresende | -5,7 | -5,5 | -5,5 | -4,8 | -3,6 | -2,4 | -1,2 | 0,4 | 2,3 |

## Kennzahlen

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Umsatzwachstum | 11,5% | 4,9% | 10,0% | 12,0% | 13,8% | 10,3% | 7,3% | 6,1% | 6,0% |
| Rohertragsmarge | 46,6% | 47,1% | 47,5% | 47,5% | 47,6% | 47,4% | 47,3% | 47,2% | 47,1% |
| EBITDA-Marge | 11,6% | 11,4% | 12,3% | 13,0% | 13,5% | 13,3% | 13,1% | 12,9% | 12,7% |
| EBIT-Marge | 2,9% | 2,9% | 3,9% | 5,2% | 6,6% | 6,9% | 7,1% | 7,2% | 7,3% |
| EBT-Marge | 2,1% | 2,0% | 2,9% | 4,2% | 5,6% | 6,0% | 6,2% | 6,3% | 6,5% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | 2,8% | 1,5% | 1,9% | 2,9% | 3,9% | 4,2% | 4,3% | 4,4% | 4,6% |

# Impressum & Disclaimer

## Impressum

*Herausgeber*
sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

*Verantwortlicher Analyst*
Dipl.-Kfm. Holger Steffen

*Charts*
Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

## Disclaimer

***Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)***

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

*I) Interessenkonflikte*

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt

2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt

3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt

4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.

8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde

9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH

10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 2), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

*II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 31.08.2018 um 8:10 Uhr fertiggestellt und am 31.08.2018 um 8:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

| | |
|---|---|
| Strong Buy | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein. |
| Buy | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein. |
| Speculative Buy | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein. |
| Hold | Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. |
| Sell | Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. |

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:
http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

| Datum | Anlageempfehlung | Kursziel | Interessenkonflikte |
|---|---|---|---|
| 02.05.2018 | Buy | 9,60 Euro | 2), 3) |
| 27.03.2018 | Buy | 9,60 Euro | 2), 3) |
| 30.11.2017 | Buy | 9,60 Euro | 2), 3), 4) |
| 28.08.2017 | Buy | 8,70 Euro | 2), 3) |
| 12.07.2017 | Buy | 8,60 Euro | 2), 3), 4) |
| 03.05.2017 | Buy | 6,20 Euro | 2), 3), 4) |
| 29.03.2017 | Buy | 6,00 Euro | 2), 3) |
| 01.12.2016 | Buy | 6,20 Euro | 2), 3) |
| 02.09.2016 | Buy | 6,30 Euro | 2), 3), 4) |

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update und zwei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

*Haftungsausschluss*
Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsaussagen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommenen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

***Copyright***
Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.